

Tilburg University

De positie van de aandeelhouder in law and economics

van der Elst, C.F.

Published in:

Vrank en Vrij - Liber Amicorum Boudewijn Bouckaert

Publication date:

2012

Document Version

Peer reviewed version

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):

van der Elst, C. F. (2012). De positie van de aandeelhouder in law and economics. In J. De Mot (Ed.), *Vrank en Vrij - Liber Amicorum Boudewijn Bouckaert* (pp. 189-204). Die Keure.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

DE POSITIE VAN DE AANDEELHOUDER IN LAW AND ECONOMICS

CHRISTOPH VAN DER ELST
Hoogleraar Universiteit van Tilburg
Hoofddocent Universiteit Gent

I. Inleiding

Een bijdrage schrijven voor een liber amicorum is meestal een droevige eer. Het duidt aan dat de maatschappij het tijd(ig) vindt dat de gevierde het strijdveld van de universiteit verlaat. Ik vermoed dat BOUDEWIJN een andere visie heeft op deze verplichte stopzetting. Als heel weinig anderen brengt de gevierde immers kleur in zeer vele debatten over de meest uiteenlopende onderwerpen met scherpe en rechtskritische visies, afgewisseld met stevig gefundeerde bijdragen over in het bijzonder het eigendomsrecht.¹ Het lijkt me dan ook opportuun om deze bijdrage te wijden aan een aspect dat op het snijvlak zit tussen dit eigendomsrecht en het ondernemingsrecht, met name de positie van de aandeelhouder. Ik ga hierbij voorbij aan de onderscheiden wijzen waarin dit 'houden' van aandelen kan geschieden en stel gemakshalve de eigenaar en houder met elkaar gelijk.² Eerst komt het belang van de aandeelhouder in de Verenigde Staten van de 20^{de} en 21^{ste} eeuw aan bod. De wijze waarop de positie van aandeelhouder wordt beschermd vormt het voorwerp van de derde paragraaf. Vervolgens lichten we de belangen van de aandeelhouder in de andere landen toe, en in het bijzonder in België. Paragraaf vijf analyseert kort hoe minderheidsaandeelhouders beschermd worden tegen het onbehoorlijk gedrag van controlerende aandeelhouders. De laatste paragraaf besluit.

¹ Zie recent vooral nog, B. BOUCKAERT (ed.), *Property Law and Economics*, Cheltenham, Edgard Elgar, 2010, 336 p.

² Uiteraard zou ook een analyse van dit vraagstuk op zijn plaats zijn. Ondernemingsrecht wordt in de literatuur vaak gezien in het kader van het zakenrecht. ALLEN stelde heel uitdrukkelijk: "*The corporation is seen as the private property of its stockholders owners*" (W. ALLEN, "Our Shizophrenic Conception of the Business Corporation", *Cardozo Law Review* 1992, 264). Ook BAINBRIDGE ziet de vennootschap in gelijkaardig perspectief: "*The corporation is a thing, so it can be owned*" (S. BAINBRIDGE, "Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes", *Pepperdine Law Review* 1992, 1005). Hiertegen werd opgeworpen dat aandeelhouders geen eigenaars zijn van de vennootschap doch van aandelen en de meeste van de rechten die normaal vervlochten zijn aan eigendom ontberen. Terwijl dit laatste argument weinig overtuigt omdat ook andere 'soorten' eigendom allerlei beperkingen kent, valt het eerste aspect veel moeilijker te weerleggen. Sommige auteurs stappen over deze bedenking. Na zijn vaststelling dat de vennootschap een ding is, vervolgt BAINBRIDGE immers: "*The shareholders own the corporation, so directors are merely stewards of their interests*". De eigendomsbenadering wordt vervolgens afgezet tegen de visie van het ondernemingsrecht als contractenrecht. Aandeelhouders treden toe tot het 'contract vennootschap' middels de verwerving van aandelen. Voor een recente uitvoerige analyse van de onderscheiden benaderingen zie B. McCALL, "The Corporation as Imperfect Society", *Delaware Journal of Corporate Law* 2011, 509-575.

II. De positie van de aandeelhouder in de Verenigde Staten

De visie op de positie van de aandeelhouder van grote beursgenoteerde vennootschappen heeft in de loop der jaren heel wat slingerbewegingen gekend. Zonder afbreuk te willen doen aan de bijdragen van eerdere (rechts)economen,³ startte de rechtseconomische analyse van de aandeelhouder met het werk van BERLE and MEANS. In *The Modern Corporation and Private Property* rapporteerden de jurist BERLE en de econoom MEANS over de scheiding van eigendom en controle in de 200 grootste Amerikaanse vennootschappen. Zij onderscheidden vijf categorieën van controle en stelden vast dat in ongeveer 45 % van deze vennootschappen – de grootste van deze groep – de aandeelhouders individueel slechts heel geringe belangen houden. Zij stellen de vraag wie deze vennootschappen controleert en komen tot volgende bevinding:

*“in the election of the board the stockholder ordinarily has three alternatives. He can refrain from voting, he can attend the annual meeting and personally vote his stock, or he can sign a proxy transferring his voting power to certain individuals selected by the management of the corporation, the proxy committee. So his personal vote will count for little or nothing at the meeting unless he has a very large block of stock, the stockholder is practically reduced to the alternative of not voting at all or else of handing over his vote to individuals over whom he has no control and in whose selection he did not participate. In neither case will he be able to exercise any measure of control. ... Since the proxy committee is appointed by the existing management, the latter can virtually dictate their own successors. Where ownership is sufficiently sub-divided, the management can thus become a self-perpetuating body even though its share in the ownership is negligible. This form of control can properly be called ‘management control’.”*⁴

Alleszins heeft deze aandeelhouder geen inspraak in het beleid van de vennootschap en zijn stem is slechts uitzonderlijk van tel als instrument om controle uit te oefenen.⁵

Sinds de bevindingen van BERLE en MEANS bekend raakten, onderzochten vele andere economen en juristen de aandeelhoudersstructuren van Amerikaanse beursgenoteerde vennootschappen. Zij kwamen tot analoge vaststellingen. In 2001 vond BECHT in een studie van meer dan 2.500 vennootschappen dat het mediaanbelang van de grootste aandeelhouder van NYSE-vennootschappen 5,4 % bedroeg terwijl deze van NASDAQ-vennootschappen tot 8,6 % opliep.⁶

³ Zoals ADAM SMITH die reeds in de *Wealth of Nations* de geringere inspanningen van bestuurders aan de kaak stelde. Voor een recente en compacte analyse van de scheiding van eigendom en controle en de juridische oorsprong: A. SCHALL, “Corporate Governance after the Death of the King – the Origins of the Separation of Powers in Companies”, *European Company and Financial Law Review* 2011, 476-488.

⁴ A. BERLE en G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, the Macmillan Company, 1936, 86-88.

⁵ *Ibid.*, 89.

⁶ M. BECHT, “Beneficial Ownership in the United States” in F. BARCA en M. BECHT, *The Control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press, 289.

De mediaanbelangen van de tweede grootste aandeelhouder waren 3,7 %, respectievelijk 5,7 % en voor de derde grootste aandeelhouder 1,8 % en 3,0 %. Volgens de *Proxy Statement* van Apple van 2011 hield STEVE JOBS, algemeen bekend als de drijvende kracht achter het grootste computerbedrijf ter wereld ongeveer 0,5 % van de aandelen. Hoewel deze relatieve belangen in economisch opzicht niet te onderschatten zijn, mag er beweerd worden dat de controle van de betrokken vennootschappen niet (onmiddellijk) bij deze aandeelhouders dient gezocht te worden.⁷

III. Bescherming van de kleine aandeelhouder

In BERLE's en MEANS' vennootschappen worden de aandeelhouders beschouwd als 'part of the rubber stamp'.⁸ Deze aandeelhouders verdienen het om beschermd te worden tegen ongepast gedrag van het management en bestuur die een grote macht naar zich toe heeft getrokken. Dit geschiedde in de eerste plaats door de relatie tussen de aandeelhouder en het management te kwalificeren als lastgeving of *agency*, waarbij de lasthebber andere doelstellingen vooropstelt dan het exclusief behartigen van de belangen van de lastgever. Vervolgens werden tal van mechanismen uitgedacht die de belangen van beide betrokkenen kunnen aligneren.

Remedies werden gezocht in marktstructuren.⁹ Grote conglomeraten met alle hieraan verbonden discretionaire managementbevoegdheden die in de Verenigde Staten na WO II ontstonden, werden in de jaren vijftig en zestig aangepakt via een mededingingsbeleid waarbij het ministerie van Justitie en rechtbanken zowel horizontale als verticale integratie bemoeilijkte of zelfs verbood. In de jaren zeventig en tachtig verschoof de aandacht naar de overnamepraktijk met vijandige overnamebiedingen die leidden tot het opsplitsen van vennootschappen om de hierin verborgen waarde zichtbaar te maken. Managers werden hierbij gedwongen om hun aandacht te houden op de waardemaximalisatie van één productielijn of -proces waardoor het management meteen de afleiding om andere belangen na te streven gedecimeerd zag. Dit creëerde opnieuw andere problemen omdat het management van de bieder de kans schoon zag om de techniek te hunnen gunste aan te wenden. Overnames creëerden een nieuw niet te onderschatten probleem: voorwetenschap. Management was meestal veel eerder op de hoogte van de op handen zijnde transacties en kon handig gebruik maken van deze kennis om op zeer korte termijn aanzienlijke winsten te genereren ten koste van de 'markten'. Uiteraard speelden de wet- en regelgever hierop in en

⁷ Hierop bestaan uiteraard uitzonderingen. Voor een gedetailleerde analyse zie in M. BECHT en J. BRADFORD DELONG, "Why Has There Been So Little Block Holding in America?" in R. MORCK (ed.), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago, University of Chicago Press, 2005, 613-666.

⁸ A. BERLE en G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, the Macmillan Company, 1936, 89.

⁹ De hierna volgende argumenten zijn afgeleid uit M. ROE, "Instability of American Corporate Governance" in J. LORSCH, L. BERLOWITZ en A. ZELLEKE (eds.), *Restoring Trust in American Business*, Cambridge, MIT Press, 2005, 9-34.

scherpten de regels omtrent het misbruik van voorwetenschap aan. Beroemd zijn de processen die gevoerd zijn tegen MICHAEL MILKEN en IVAN BOESKY maar nog meer de vertolking van MICHAEL DOUGLAS als GORDON GEKKO in de film *Wall Street*. Het laatste decennium van vorig millennium kende een steile opmars van de aandelengerelateerde bezoldiging. Managers kregen een bezoldiging die gerelateerd is aan de aandelen(koers) om aldus de belangen van de aandeelhouders en de managers op één lijn te krijgen. Aan de start van dit millennium kwam niet alleen 9/11 maar ook de val van Enron ten gevolge van financiële malversaties. De wetgever greep in met meer intern en extern toezicht. De huidige financiële crisis wordt opnieuw aangepakt met meer regelgeving die ingrijpt in de organisatiestructuren van in het bijzonder de financiële instellingen. Gaandeweg is het duidelijk dat de aanpak verschoof van een nadere structurering van de markt – mededingingsrecht, overnamerecht en ‘insider trading’-regels – naar een nadere structurering van de organisatie met onder meer risicomanagement en compliance.

Naast marktgebonden remedies ontstonden er ook tal van nieuwe ondernemingsrechtelijke verfijningen die gericht waren op het verbeteren van de agentschapsrelatie tussen bestuur en management enerzijds en aandeelhouders en investeerders anderzijds. Naast de hierboven reeds gemelde regels over overnamebiedingen, performantiegerelateerde remuneratiepakketten en toezicht door onder meer de beurscommissies en commissarissen ontstonden nog andere technieken om de belangen tussen de onderscheiden protagonisten te aligneren. Comités binnen de raad van bestuur moeten ervoor zorgen dat besluiten van de raad beter worden voorbereid. Onafhankelijke bestuurders staan garant voor een grondige reflectie van de belangen van alle betrokkenen bij het nemen van beslissingen. Verplichtingen inzake risicomanagement die in het vennootschapsrecht zijn geslopen maken het bestuur en management bewust van de overwegingen en documentatie die besluiten behoeven. Over zowat alles wat een onderneming(sorgaan) doet, moet heden ten dage uitvoerig worden gerapporteerd en verantwoording afgelegd. Ook het overheidstoezicht speelt een rol. Voor bestuurders in de financiële sector speelt de ‘*fit and proper*’-test een rol. Zo moeten kandidaat-bestuurders van een financiële instelling beschikken over de noodzakelijke betrouwbaarheid of de vereiste ervaring.¹⁰ Dit wordt getoetst door de nationale toezichthouder.

Empirisch werd een en ander nader onderzocht in de ‘*Law and Finance*’-literatuur. LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER en VISHNY publiceerden in het midden van de jaren negentig een reeks bijdragen waarbij zij de rechten van de aandeelhouders (alsook deze van schuldeisers en later werknemers) kwantificeerden.¹¹ Zij onderzochten de aanwezigheid van zes aandeelhoudersrechten – *anti-direc-*

¹⁰ Richtl. 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, *Pb.L.* 30 juni 2006, afl. 177, 17.

¹¹ R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. VISHNY, “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance* 1997, 1131-1150; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. VISHNY, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy* 1998, 1113-1155.

tor rights – op de ontwikkeling van de kapitaalmarkt en het aandeelhouderschap. Zij stelden vast dat een betere bescherming van de minderheidsaandeelhouders een positief effect heeft op de omvang van de kapitaalmarkt en de spreiding van de aandelen bevordert, een signaal dat investeerders het aandurven de vennootschap kapitaal ter beschikking te stellen zonder hiervoor veel zeggenschap terug te vragen. Later verfijnden andere onderzoekers het model en *leximetrics* was geboren. LELE en SIEMS identificeerden niet minder dan 42 *anti-director rights* en onderzochten de evolutie ervan in vijf landen over een periode van 35 jaar.¹²

IV. Aandeelhouderschap in nationaal en internationaal perspectief

Het onderzoek van de relatie tussen management en bestuur enerzijds en aandeelhouderschap anderzijds is overwegend van Amerikaanse origine. Dit hoefde niet te verbazen omdat er in andere landen weinig tot geen inzicht was in de aandeelhoudersstructuren van (genoteerde)¹³ vennootschappen. Gaandeweg ontstond ook in andere landen de behoefte om inzicht te verwerven in deze structuren. In het midden van de jaren tachtig startte op Europees niveau de bespreking om aandeelhouders van genoteerde vennootschappen te verplichten hun zeggenschapsbelangen publiek te maken. Op 12 december 1988 werd ter zake een richtlijn gepubliceerd.¹⁴ Wanneer een investeerder/aandeelhouder een deelnemingsdrempel van 10 %, 20 %, 1/3, 50 % of 2/3 over- of onderschreed, was hij gehouden de vennootschap en de toezichthouder daarvan in kennis te stellen. De vennootschap was op haar beurt gehouden om deze melding publiek te maken. De onderhandelaars voelden aan dat een op het eerste gezicht makkelijk te reguleren verplichting – aandeelhouder meldt de aanzienlijke zeggenschapsbelangen – in de praktijk veel sturing behoefde. Dit kwam reeds tot uiting in artikel 7 van deze richtlijn waarin een aantal regels zijn opgenomen waarmee rekening diende gehouden te worden, zoals vruchtgebruik op aandelen, opties op aandelen en aandelen die in bewaring waren gegeven.

Deze richtlijn werd later geïntegreerd in de Transparantierichtlijn van 2001 die in 2004 aanzienlijk werd bijgesteld. Het aantal meldingsplichtige drempels werd gevoelig uitgebreid en de financiële markten moesten sneller worden geïnformeerd.¹⁵ Momenteel wordt een onderzoek gevoerd naar een nieuwe mo-

¹² P. LELE en M. SIEMS, “Shareholder Protection: A Leximetric Approach”, *Journal of Corporate Law Studies* 2007, 17-50.

¹³ Ook over de aandeelhoudersstructuren van niet-genoteerde vennootschappen is (tot op heden) weinig informatie beschikbaar. Dit lijkt evenwel weinig problematisch omdat de spreiding van de aandelen gering is en de scheiding van zeggenschap en controle in dit type van vennootschappen niet bestaat of verwaarloosbaar klein is.

¹⁴ Richtl. 88/627/EEG van de Raad van 12 december 1988 betreffende de gegevens die moeten worden gepubliceerd bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in een ter beurze genoteerde vennootschap, *Pb.L.* 17 december 1988, afl. 348, 62.

¹⁵ De eerste meldingsplichtige drempel is 5 %. Art. 9 en 12 Richtl. 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *Pb.L.* 31 december 2004, afl. 390, 38.

dernisering van de richtlijn onder meer om beter de financiële instrumenten die kunnen leiden tot stemrecht te vatten in de meldingsplichtige transacties.¹⁶

Deze regelgeving maakte het niet alleen mogelijk onderzoek te verrichten naar de aandeelhouder van vennootschappen in Europa; er ontstond ook al snel veel interesse om Europese aandeelhoudersstructuren en concentratie in kaart te brengen. Het beeld dat hieruit volgde, verschilde aanzienlijk van dit dat BERLE en MEANS schetsten van de Amerikaanse vennootschappen. De eerste overzichtelijke studie over het aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen in tien Europese lidstaten verscheen in 2001 van BECHT en MAYER gevolgd door een meer gedetailleerde studie van FACCIO en LANG in 2002. De belangrijkste resultaten van deze studies zijn samengevat in tabel 1 en 2. De gegevens van FACCIO en LANG tonen aan dat in meer dan de helft van de Oostenrijkse, Franse, Duitse, Italiaanse en Zwitserse beursgenoteerde vennootschappen de grootste aandeelhouder meer dan de helft van de stemrechten controleert. In Duitsland en Oostenrijk bedraagt ook het gemiddelde zeggenschapsbelang meer dan 50 %. Voor Italiaanse, Franse en Zwitserse vennootschappen leunt het gemiddelde belang van de grootste aandeelhouder tegen de 50 % aan. Deze van de grootste aandeelhouder van Spaanse, Portugese en zelfs Finse vennootschappen volgen op kleine afstand. Met uitzondering van het mediaan belang van de aandeelhouders van Franse vennootschappen, bevestigen de resultaten van BECHT en MAYER deze bevindingen. De samenstelling van de steekproef voor Frankrijk is in dat laatste onderzoek van te geringe omvang om representatief te zijn. Overigens is ook in Portugal, Spanje, Nederland en Finland het zeggenschapsbelang van de grootste aandeelhouder in de helft van de vennootschappen voldoende omvangrijk om van een *de-facto*controlebelang te spreken. Slechts in Groot-Brittannië en Ierland zien de meerderheid van de vennootschappen zich niet geconfronteerd met een overheersende aandeelhouder.

Tabel 1. Zeggenschapsbelang van de grootste aandeelhouder

	1997-1999	1997-1999	1995-1998
	Faccio/Lang	Faccio/Lang	Becht/Mayer
	Mean	Median	Median
Austria	53,52 %	54,70 %	52,0 %
Finland	37,43 %	33,70 %	
France	48,32 %	50,00 %	20,0 %
Germany	54,50 %	50,76 %	57,0 %
Ireland	21,55 %	16,64 %	
Italy	48,26 %	50,11 %	54,5 %

¹⁶ Voorstel Richtl. Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en Richtlijn 2007/14/EG van de Commissie, 2011/0307 (COD), Brussel 25 oktober 2011, COM(2011) 683 definitief.

Netherlands			43,5 %
Norway	31,47 %	27,78 %	
Portugal	41,00 %	44,95 %	
Spain	44,24 %	35,73 %	34,5 %
Sweden	30,96 %	24,90 %	34,9 %
Switzerland	46,68 %	50,00 %	
UK	25,13 %	18,02 %	9,9 %

Bron: M. FACCIO en L. LANG, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics* 2002, 392; M. BECHT en C. MAYER, "Introduction" in F. BARCA en M. BECHT, *The Control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press, 19.

FACCIO en LANG onderzochten tevens de spreiding van het aandeelhouderschap in Europese beursgenoteerde vennootschappen. Het aantal vennootschappen waar geen enkele aandeelhouder meer dan 20 % van de stemrechten bezit, bedraagt enkel in Groot-Brittannië en Ierland meer dan 50 %. In Oostenrijk, Frankrijk, Duitsland en Italië kent minder dan 1 op 5 vennootschappen een gespreide aandeelhoudersstructuur. Ook in Zwitserland, Portugal en Spanje heeft minder dan 1 op 3 vennootschappen geen grootaandeelhouders. In ruim de helft van de vennootschappen in Oostenrijk, Frankrijk, Duitsland, Italië, Portugal en Spanje en bijna de helft van de Finse, Zwitserse en Zweedse vennootschappen maakt een familiale grootaandeelhouder deel uit van de aandeelhouderskring. In Oostenrijk, Finland, Noorwegen en Italië hield rond de millenniumwissel de overheid ook belangrijke zeggenschapsbelangen in genoteerde vennootschappen. Vennootschappen die op hun beurt door financiële vennootschappen met een gespreide aandeelhouderskring worden gecontroleerd, zijn in Frankrijk, Italië en Spanje niet ongewoon.

Tabel 2. Spreiding van het aandeelhouderschap in Europa

	Widely held	Family	State	Widely held corporation	Widely held financial	Miscellaneous
Austria	11,11	52,86	15,32	0,00	8,59	12,12
Finland	28,68	48,84	15,76	1,55	0,65	4,52
France	14,00	64,82	5,11	3,79	11,37	0,91
Germany	10,37	64,62	6,30	3,65	9,07	5,99
Ireland	62,32	24,63	1,45	2,17	4,35	5,07
Italy	12,98	59,61	10,34	2,88	12,26	1,92
Norway	36,77	38,55	13,09	0,32	4,46	6,81
Portugal	21,84	60,34	5,75	0,57	4,6	6,90

Spain	26,42	55,79	4,11	1,64	11,51	0,52
Sweden	39,18	46,94	4,90	0,00	2,86	6,13
Switzerland	27,57	48,13	7,32	1,09	9,35	6,54
UK	63,08	23,68	0,08	0,76	8,94	3,46

Bron: M. FACCIO en L. LANG, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics* 2002, 379.

Over het algemeen kan over continentaal Europese vennootschappen worden gesteld dat de BERLE en MEANS aandeelhoudersstructuur de uitzondering op de regel vormt. Veel vaker zijn aandeelhouders met grote aandeelhoudersbelangen met het reilen en zeilen van de vennootschap begaan.

Ook buiten Europa en de VS verschenen studies over de concentratie van het aandeelhouderschap. De meest geciteerde onderzoeken zijn "Corporate Ownership around the World" van LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES en SHLEIFER en "Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations" van CLAESSEN, DJANKOV en LANG. De eerste studie limiteerde zich tot het identificeren van de soorten aandeelhouders en de spreiding van het aandeelhouderschap van een beperkte groep van grote en middelgrote beursgenoteerde vennootschappen, de tweede studie onderzocht onder meer de aandeelhoudersconcentratie van een grote groep van beursgenoteerde vennootschappen in negen landen. Een deel van de bevindingen van LA PORTA *et al.* is terug te vinden in tabel 3. In Common Wealth-landen kennen een aanzienlijk aantal vennootschappen een gespreide aandeelhoudersstructuur. Ook vennootschappen met een familiale grootaandeelhouder komt er vaak voor. In andere landen is deze laatste categorie overheersend. Zo hebben alle Mexicaanse genoteerde vennootschappen familiale grootaandeelhouders.

Tabel 3. Spreiding van het aandeelhouderschap in Oceanië, Amerika en Israël

	Widely held	Family	State	Widely held corporation	Widely held financial
Argentina	0,0	70,0	16,7	3,4	10,0
Mexico	0,0	100	0,0	0,0	0,0
Israel	7,0	53,3	36,7	0,0	3,3
Australia	53,3	20,0	3,3	0,0	23,3
Canada	60,0	26,7	3,3	0,0	10,0
New Zealand	37,0	25,9	22,2	0,0	14,8

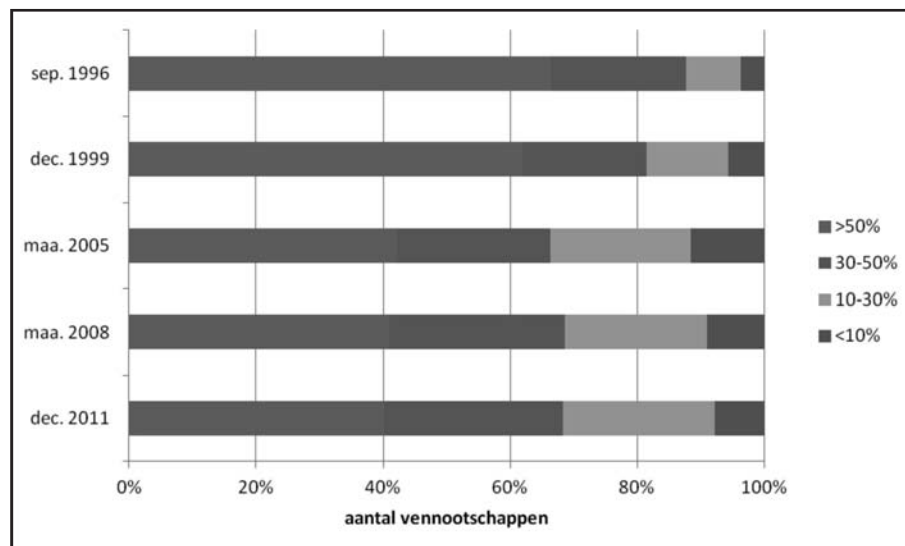
Bron: R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES en A. SHLEIFER, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance* 1999, 492-494.

Ook in andere landen van de wereld is de concentratie van aandelen in handen van de grootste aandeelhouder hoog tot zeer hoog. In Thailand, Indonesië, Maleisië, Singapore en Hong Kong bedraagt het gemiddelde zeggenschapsbelang van de grootste aandeelhouder rond of meer dan 30 %.¹⁷

België staat niet bekend als de snelste leerling van de klas wanneer het aankomt om de richtlijnen in nationaal recht om te zetten. Nochtans geschiedde de omzetting van de richtlijn aanzienlijke zeggenschapsbelangen erg snel. Met de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnamebiedingen¹⁸ implementeerde België de richtlijn 88/627/EEG iets meer dan twee maanden na publicatie. Die snelle omzetting had alles te maken met de vijandige overnamebieding van CARLO DE BENEDETTI op de Generale Maatschappij. In één klap zou daarmee een belangrijk deel van industrieel België in buitenlandse handen overgaan. Op de algemene vergaderingen die met de overnamestrijd gepaard gingen, werd pijnlijk duidelijk hoe weinig er geweten was over het aandeelhouderschap van de 'Generale'. Dat veranderde snel na de invoering van de wet van 2 maart 1989. Tabel 4 geeft een overzicht van de spreiding van het Belgische aandeelhouderschap en duidt aan hoeveel vennootschappen een aandeelhouder heeft met een belang van meer dan 50 %, tussen 30 % en 50 %, tussen 10 en 30 % en minder dan 10 %. Wanneer aandeelhouders in onderling overleg optreden, werd het belang van deze aandeelhouders gesommeerd. Uit de tabel valt af te leiden dat het aantal gecontroleerde vennootschappen aanzienlijk daalde van ongeveer 2/3 % in 1996 tot 40 % in 2011. Deze daling ging gepaard met een lichte toename van het aantal vennootschappen met een grootaandeelhouder met meer dan 30 % van de stemmen en voornamelijk een groter aantal vennootschappen met een aandeelhouder die tussen 10 % en 30 % van de stemrechten houdt.

¹⁷ S. CLAESSENS, S. DJANKOV en L. LANG, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Companies", *Journal of Financial Economics* 2000, 100.

¹⁸ BS 24 mei 1989.

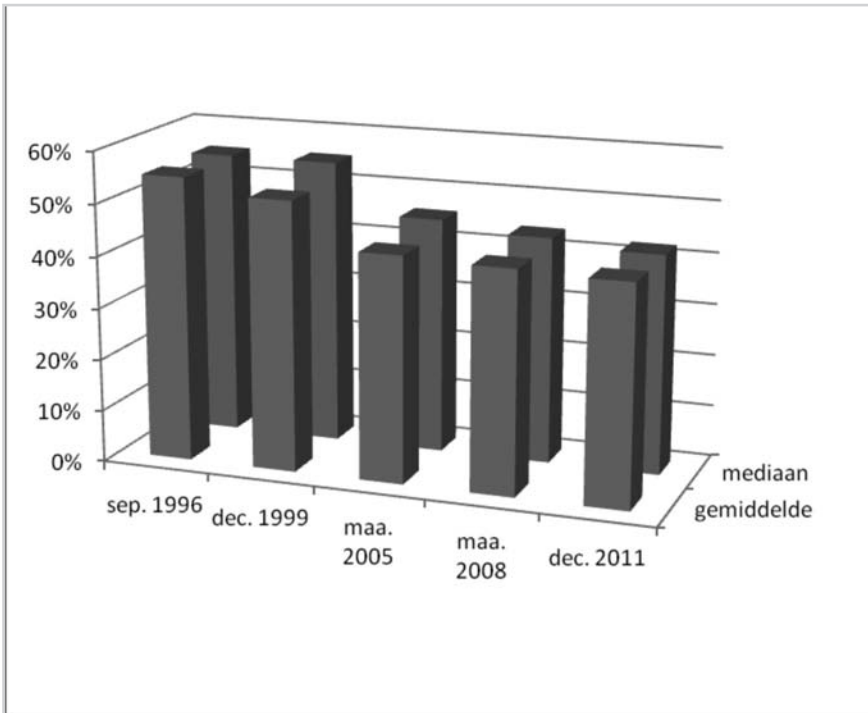
Tabel 4. Evolutie van de spreiding van het Belgische aandeelhouderschap

Bron: Eigen onderzoek op basis van data van Euronext Brussel

Ook de concentratie van stemrechten in handen van de grootste aandeelhouder dan wel aandeelhouders handelend in onderling overleg, nam stelselmatig af van ruim 55 % in 1996 tot ongeveer 42 % eind 2011. Tussen het mediaanbelang en het gemiddelde zeggenschapsbelang zijn geen noemenswaardige verschillen vast te stellen. Bij ter beurze genoteerde vennootschappen neemt de spreiding van het aandeelhouderschap mondjesmaat toe.¹⁹ Van een BERLE en MEANS aandeelhoudersstructuur is ook in België evenwel geen sprake aangezien minder dan 10 % van de vennootschappen geen aandeelhouders hebben met meer dan 10 % van de stemrechten. Voor deze laatste groep vennootschappen kan in belangrijke mate een beroep worden gedaan op de dezelfde beschermingstechnieken als deze die zijn ontwikkeld in de Verenigde Staten. Evenwel rijst de vraag of vennootschappen met grootaandeelhouders, de typische ondernemingsstructuur buiten de Angelsaksische wereld, op dezelfde wijze de onderscheiden belangen kunnen equilibreren.

¹⁹ Hierbij dient opgemerkt te worden dat de concentratie van aandelen in België *de facto* is toegenomen. Immers liep het aantal ter beurze genoteerde vennootschappen aanzienlijk terug omdat grootaandeelhouders verkozen om de vennootschap van de beurs te halen door middel van een overnamebod.

Tabel 5. Evolutie van het zeggenschapsbelang van de grootste aandeelhouder in Belgische genoteerde vennootschappen



Bron: Eigen onderzoek op basis van data van Euronext Brussel

V. Evenwichten tussen aandeelhouders

Onderzoeken naar de ‘typische’ aandeelhoudersstructuur van genoteerde vennootschappen leidden tot de vaststelling dat de BERLE en MEANS-vennootschap met gespreid aandeelhouderschap en ongebreidelde macht in handen van de uitvoerende bestuurders en management eerder uitzondering dan regel is. Geconcentreerd aandeelhouderschap is gemeengoed en kan aanleiding geven tot andere conflicten. Meer in het bijzonder ontstaat bij een geconcentreerd aandeelhouderschap vooral het risico dat de groot- of controlerende aandeelhouder zijn belangen vooropzet en de belangen van de andere aandeelhouders negeert.

Over het algemeen is men het eens dat de belangenconflicten tussen management en aandeelhouders ernstig zijn.²⁰ De vraag rijst of de conflicten tussen grootaan-

²⁰ De laatste jaren concentreerde het debat ter zake zich hoofdzakelijk rond de vergoedingen van topmanagers. Zo ontving CEO FULD van Lehman Brothers van 2000 tot de val van de bank bijna 500 miljoen USD (L. BEBCHUK,

deelhouders en minderheidsaandeelhouders en andere belanghebbenden van dezelfde omvang zijn. Het onderzoek ter zake startte slechts in de jaren tachtig van vorig millennium. De technieken die worden gehanteerd om de *private benefits* van grootaandeelhouders te meten, kunnen worden onderverdeeld in een drietal categorieën. Volgens een eerste techniek analyseren academici het verschil in de prijs van een private controleoverdracht met de marktprijs van de aandelen. Terwijl de laatste prijs enkel rekening houdt met de kasstromen zitten in de eerste ook de private voordelen, verbonden aan controle, vervat. DYCK en ZINGALES onderzochten in 39 landen 393 controletransacties.²¹ Zij vonden dat gemiddeld een premie werd betaald van 14 % voor een controlebelang. De mediaan bedroeg 11 %. Tussen de landen bestaan grote verschillen. Transacties in Brazilië geschieden tegen een gemiddelde premie van ruim 65 % terwijl overdrachten in Japan een negatieve premie lieten optekenen en deze in de Verenigde Staten, Groot-Brittannië en Canada met een verwaarloosbare premie gepaard gingen. Een andere techniek houdt rekening met prijsverschillen tussen aandelen met en zonder stemrecht. NENOVA onderzocht het verschil in waarde van aandelen met meervoudig en beperkt stemrecht en gerelateerd aan de waarde van de onderneming.²² Zij vond analoge resultaten als DYCK en ZINGALES. De waarde van de stemrechten varieerde van 48 % in Zuid-Korea tot -3 % in Hong Kong. Bij Franse, Braziliaanse, Chileense, Italiaanse en Mexicaanse vennootschappen bedroeg de waarde van het controlerend stemrechtbelang ruim 25 % van de waarde van de vennootschap. Een derde techniek werd toegepast door DOIDGE, KAROLYI en STULZ.²³ Zij toonden aan dat buitenlandse vennootschappen die tevens noteren aan een Amerikaanse markt een relatief hogere waardering krijgen dan deze vennootschappen waarvan de aandelen uitsluitend op de beurs van het land van oorsprong noteren. Zij koppelen deze vaststelling aan het feit dat de Amerikaanse regelgeving een betere bescherming zou bieden tegen het onttrekken van private voordelen aan vennootschappen door controlerende aandeelhouders. Ook de studie van NENOVA vond dat 68 % van de variantie in de stemrechtwaarde verklaard wordt door de juridische context, de handhaving van het recht, beleggersbescherming, overnamereglementering en statutaire clausules. Hierbij wordt opnieuw aansluiting gezocht in de ‘*Law and Finance*’-literatuur. In deze literatuur is er ook nog een andere benadering terug te vinden die erin bestaat om de aanpak van het recht in gevallen waarbij de meerderheidsaandeelhouder vennootschapsgoederen kan inzetten voor persoonlijke doeleinden in kaart te brengen. Te denken valt hier onder meer aan een *corporate opportunity* en de wijze waarop het recht de opportuniteit wil toewijzen aan of laten onttrekken van de vennootschap.²⁴

A. COHEN en H. SPAMANN, “The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008”, *Yale Journal on Regulation* 2010, 257-282).

²¹ A. DYCK en L. ZINGALES, “Private Benefits of Control: an International Comparison”, *Journal of Finance* 2004, 537-600.

²² T. NENOVA, “The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis”, *Journal of Financial Economics* 2003, 325-351.

²³ C. DOIDGE, A. KAROLYI en R. STULZ, “Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?”, *Journal of Financial Economics* 2004, 205-238.

²⁴ S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES en A. SHLEIFER, “Tunneling”, *The American Economic Review* 2000, 22-27.

De vennootschap bijkomt derhalve een verlengstuk van de wil van die aandeelhouder die private voordelen onttrekt aan de vennootschap. Dit vergt andere mitigerende instrumenten dan deze die werden ontwikkeld om de macht van het management in te perken. Immers zijn sommige van die mechanismen niet geschikt. De werking van de overnamemarkt speelt ter zake geen rol. Immers kunnen investeerders onmogelijk zonder de instemming van de controlerende aandeelhouder de controle over de vennootschap verwerven. De mechanismen die wel ter beschikking staan, kunnen min of meer in twee categorieën worden ingedeeld. Enerzijds zijn er de instrumenten die worden ingezet om de macht van het management te beheersen en ook dienstig om de macht van de controlerende aandeelhouder te matigen. Anderzijds bestaan er bijzondere technieken om aan bijzondere omstandigheden tegemoet te komen.

Tot de instrumenten die dienstig zijn om de macht van het management te beheersen doch ook een rol kunnen spelen in het beperken van het onttrekken van voordelen door de controlerende aandeelhouder behoren informatieontsluiting, controle door de commissaris, de rol van onafhankelijke bestuurders en risico-management. De internationale financiële rapporteringsstandaarden vergen dat de geconsolideerde jaarrekening van (beursgenoteerde) vennootschappen informatie verstrekken over de transacties met verbonden partijen. IAS 24 verplicht tot openbaarmaking van relaties met controlerende aandeelhouders en transacties die tussen deze laatste en de gecontroleerde vennootschap plaatsvinden. Een transactie is “een overdracht van middelen, dienstverleningen of verplichtingen tussen een verslaggevende entiteit en een verbonden partij, ongeacht of hiervoor een prijs in rekening wordt gebracht”.²⁵ Het Belgisch vennootschapsrecht voegt daar nog een verplichting aan toe. Naar luid van artikel 524, § 7 W.Venn. moet een genoteerde vennootschap de wezenlijke beperkingen of lasten die zij van de moedervennootschap moet dragen of opgelegd krijgt, melden in het jaarverslag. Meer in het algemeen heeft de commissaris van de vennootschap de plicht te onderzoeken of de vennootschap in haar jaarrekening een getrouw beeld geeft van haar financiële toestand. Regels inzake deugdelijk bestuur hameren op het belang om de raad van bestuur uit te rusten met onafhankelijke bestuurders. Naar Belgisch recht is de onafhankelijkheid van de bestuurder aangetast indien hij of zij direct of indirect meer dan 10 % van het kapitaal of een categorie aandelen van de vennootschap houdt of een aandeelhouder die zich in dergelijke situatie bevindt, vertegenwoordigt. Dit moet de onafhankelijkheid van dergelijke bestuurder jegens de aandeelhouders borgen.²⁶ Ook het overheidstoezicht verdient vermelding. Onder meer banken moeten hun aandeelhouders melden aan de toezichthouder. Luidens artikel 12 van de richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoe-

²⁵ Verord. (EU) nr. 632/2010 van de Commissie van 19 juli 2010 houdende wijziging van Verordening (EG) nr. 1126/2008 tot goedkeuring van bepaalde internationale standaarden voor jaarrekeningen overeenkomstig Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad wat International Accounting Standard (IAS) 24 en International Financial Reporting Standard (IFRS) 8 betreft, *Pb.L.* 20 juli 2010, afl. 186, 5.

²⁶ Of dit voldoende is om de onafhankelijkheid van de bestuurder te borgen blijft in deze bijdrage buiten beschouwing.

fening van de werkzaamheden van kredietinstellingen²⁷ moet de toezichthouder van een financiële instelling de vergunning weigeren indien zij niet overtuigd is van de geschiktheid van de aandeelhouders gelet op de noodzaak van een gezonde en prudente bedrijfsvoering. Op dezelfde wijze dient de toezichthouder zich te verzetten tegen de verwerving van kapitaal- of zeggenschapsbelangen van meer dan 20 %, 33 % of 50 % indien de gezonde of prudente bedrijfsvoering in gevaar zou kunnen worden gebracht.

Ook verschaft de wet- en regelgeving bijzondere beschermingsmaatregelen om ongepast gedrag van een controlerende aandeelhouder bij te sturen. Duitsland ontwikkelde het groepsrecht. Zo rust op de vennootschap de verplichting wanneer een controleovereenkomst met de moedervennootschap werd gesloten om de minderheidsaandeelhouder financieel tegemoet te komen.²⁸ De regeling is evenwel onvolledig onder meer omdat het recht slechts geldt voor groepen van *vennootschappen* en geen andere controleverhoudingen in aanmerking komen en de financiële tegemoetkoming kan aangestuurd worden. Groepsrecht is in de meeste landen onbestaande doch, in plaats van een onvolledige *ex ante* wettelijke regeling ter beheersing van belangenconflicten tussen de vennootschap en haar controlerende aandeelhouder, ontwikkelde de rechtspraak in die landen een *ex-post*beoordeling. Naar luid van het Franse *Rozenblum*-arrest moet het bevoordelen van de groep ten nadele van de gecontroleerde vennootschap rekening houden met een tegenprestatie voor de bijdrage die de dochtervennootschap levert en die ervoor zorgt dat het evenwicht tussen beiden niet is verbroken en mag de bijstand de financiële draagkracht van de dochtervennootschap niet te boven gaan.²⁹ Meer algemeen is er ook rechtspraak die misbruik van meerderheid bestraft wanneer manifest en intentioneel het belang van de vennootschap wordt terzijde geschoven voor het belang van de meerderheidsaandeelhouder.³⁰ STEICHEN geeft hierbij het voorbeeld van de door de meerderheidsaandeelhouder gestuurde beslissing van de algemene vergadering om ieder jaar alle winsten te reserveren en af te zien van ieder dividend.³¹ Ook het overnamerecht biedt kleine aandeelhouders bescherming. Wanneer een openbaar overnamebod succesvol is afgerond en de bieder meer dan 90 % of maximaal 95 % van het kapitaal met stemrechten heeft verworven, hebben de overblijvende minderheidsaandeelhouders het recht om binnen de drie maanden na het einde van de biedingstermijn te eisen dat de meerderheidsaandeelhouder tegen een billijke prijs de aandelen overneemt.³²

²⁷ *Pb.L.* 30 juni 2006, afl. 177, 17.

²⁸ Art. 304 Aktiengesetz.

²⁹ Cass.fr.crim. 4 februari 1985, *D.* 1985, 478 met noot D. OHL, *Rev.soc.* 1985, 648 met noot B. BOULOC, *JCP* 1986, II, 20585, met noot W. JEANDIDIER en *Gaz. Pal.* 1985, 377, met noot J.-P. MARCHI. Voor een analyse zie onder meer E. WYMEERSCH, "The Groups of Companies in Belgian Law" in E. WYMEERSCH (ed.), *Groups of Companies in the EEC*, Berlijn, de Gruyter, 1993, 1-83.

³⁰ Brussel 9 oktober 1984, *RPS* 1986, nr. 6371.

³¹ A. STEICHEN, *Précis de droit de sociétés*, Luxembourg, Editions Saint Paul, 2006, 317.

³² Art. 15 Richtl. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 142, 22.

De bovenstaande maatregelen tonen aan dat de coherentie van de maatregelen om op te treden tegen misbruiken van controlerende aandeelhouders nog zoek is. De instrumenten zijn ook veel minder ontwikkeld dan deze die de belangen van aandeelhouders kunnen aligneren met de belangen van management en bestuur. Dit is ook merkbaar in het leximetrics onderzoek dat ter zake wordt gevoerd. Daar waar de studie van LELE en SIEMS 42 maatregelen identificeert om de rechten van kleine aandeelhouders in vennootschappen met een gespreid aandeelhouderschap te borgen, zijn dit er slechts achttien voor aandeelhouders in gecontroleerde vennootschappen. Bovendien kan de methodologische benadering voor deze laatste categorie eerder in vraag worden gesteld dan voor de andere rechten. Zo wordt het recht van gedwongen verkoop van de aandelen van de minderheidsaandeelhouders aan de controlerende aandeelhouder (in beursgenoteerde vennootschappen) – de *squeeze-out* – iedere beschermende werking onthouden. Nochtans is bij ontstentenis van een ‘*sell-out*’-recht³³ een ‘*squeeze out*’-recht alvast een belangrijke stap voorwaarts. Vanuit efficiëntie-overwegingen zal een controlerende grootaandeelhouder alle aandelen willen verwerven. Wanneer de prijs die deze aandeelhouder biedt billijk is, is deze uitweg, mede gelet op het grote aanbod aan alternatieve investeringsmogelijkheden die de minderheidsaandeelhouder heeft, te verkiezen boven het ontbreken van dit *squeeze-out*-recht en de minderheidsaandeelhouders gevangen te laten in de gecontroleerde vennootschap.

Hiermee is nog lang niet alles over de positie van de aandeelhouders in *law en economics* gezegd. Naast het toewijzen van rechten en de analyse van de optimale verhouding tussen de macht van de individuele aandeelhouder en de collectiviteit van aandeelhouders verenigd in de algemene vergadering en deze van het bestuur en het management, is het gebruik van deze rechten en de effecten van het gedrag van aandeelhouders op deze rechten nog een grotendeels braakliggend terrein.³⁴

VI. Besluit

Sinds het werk van BERLE en MEANS is er heel wat ondernomen om de relaties in vennootschappen uit te klaren en op hun (in)efficiënties te onderzoeken. We weten nu dat de scheiding van eigendom en controle een fenomeen is dat slechts in een beperkt aantal vennootschappen ten volle is doorgevoerd. Het overgrote deel van de (beursgenoteerde) vennootschappen kent slechts een beperkte scheiding. De wijze waarop de belangenconflicten die hieruit voortvloeien kunnen worden aangepakt, is redelijk in kaart gebracht voor de vennootschappen met volledige

³³ Het recht van een minderheidsaandeelhouder om de meerderheidsaandeelhouder te dwingen zijn aandelen over te nemen.

³⁴ Hoewel de interesse om dit gebied te ontginnen groot is. Zie onder meer over de rol van de stemconsulenten S. CHOI, J. FISCH en M. KAHAN, “The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?”, *Emory Law Journal* 2010, 869, over de wijze waarop bestuurders worden benoemd: J. CAI, J. GARNER en R. WALKLING, “Electing Directors”, *Journal of Finance* 2009, 2389-2421, dan wel de manier waarop wordt gestemd: C. VAN DER ELST, “Shareholder Rights and Shareholder Activism: The Role of the General Meeting of Shareholders”, *Belgrade Law Review* 2012, ter perse.

C. VAN DER ELST

scheiding doch veel minder voor vennootschappen waar slechts een beperkte scheiding plaatsvond. Het is duidelijk dat dit tot conflicten aanleiding geeft. Er is veel nood aan studies die de inefficiënties in kaart brengen zodat hopelijk het recht kan helpen om die onvolmaaktheden aan te pakken.